

北京城建 (600266)

强烈推荐

行业：房地产开发

集团协同加码首都开发，资金雄厚助力扩张

投资要点：

◇ **大股东北京城建集团赋予公司更多项目开发机会。**控股股东北京城建集团是北京最大、全国 TOP5 的十大建筑商，“世界 225 家最大国际承包商”之一，曾优质高效完成了国家大剧院、国家博物馆、奥体场馆等国家和北京市重点工程，深受政府信赖与好评。集团在北京市建设中起着重要作用，与各级政府关系良好，是区政府进行合作开发的良好对象，上市公司因而得以顺利中标望坛、密云等一级开发项目。**当前土地一级开发项目利润率可达 12%-15%，高于一般住宅项目的回报，且风险更小。公司正积极关注以通州为核心的京津冀板块的机会，可以预见在集团在市政府东迁通州的作用，而公司有望在集团协同下有更多机会担当通州房地产一二级开发，有望成新的增长极。**

◇ **产业链协同优势有待发挥。**集团旗下在港上市的“城建设计 (1599.HK)”为中国第一家覆盖轨道交通全产业链的企业，设计总包服务市场占有率第一（按轨道交通运营里程，业务涵盖轨道交通、综合交通枢纽等多领域咨询、设计与施工。竞争优势显著使其得以优先参与京津冀地区轨道交通项目开发，而新型模式下轨道建设和沿线土地开发往往综合进行，北京城建有望因此获得沿线物业的开发权，开辟土地储备的新途径。

◇ **融资成本大幅降低，强大资金支持扩张。**除发行债券 (58 亿元，7 年期利率 4.4%)，公司成功构建了基金融资平台。目前已经公告两期：一期 28 亿元，二期 24.428 亿元。一期基金为例，管理费为全体合伙人实际出资额的 0.5%/年，银行的资金成本为 7.3%/年，扣除合伙企业运营、GP 管理费后按照 7.3% 的年投资回报率分别向各合伙人分配上一季度的投资收益，最终合伙企业资产的剩余清算全部归次级 LP 所有。**公司受益：首先，资金成本直接计入项目开发成本降低税费；其次，公司将资金投入项目过程中可以额外再加 1% 左右的利差收益；最后，季度分配收益相当于使得项目收益提前变现而非等到竣工结算。近期基金规模有望达到 70 多亿，若募资理想不排除达到 100 亿规模，16 年计划达到 150 亿。**

◇ **作为北京 14 家房企规模前 5 名，国企改革升温，控股股东城建集团有望协同公司发展通州添新增长极，同时受益市场回暖及股权投资回报加速释放，公司业绩及估值有很大弹性，短长期颇有看点。自 8 月 20 日去年定增的 3.5 亿股限售股解禁以来，累计自由流通股的换手率达 303% 换手充分。此前股价低于净值 12.4 元时我们多次强调要逢低吸纳，当前公司合理估值每股 22.1 元=房地产 RNAV16.3+投资增值 5.8，股价 6.4 折交易仍显著低估。维持 15-17 年 EPS 1.01/1.21/1.43 的预测，对应当前股价 PE14/12/10 倍，给予 6 个月目标价 20 元，再次“强烈推荐”。**

◇ **风险提示：**行业回暖低于预期，项目拓展进度落后。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
收入同比(%)	-3%	31%	25%	23%
归属母公司净利润	1373	1583	1895	2239
净利润同比(%)	4%	15%	20%	18%
毛利率(%)	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
ROE(%)	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
每股收益(元)	0.88	1.01	1.21	1.43
P/E	16.21	14.05	11.74	9.94
P/B	1.42	1.32	1.20	1.09
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：王修宝

S0960115080019

010-63222861

wangxiubao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

当前股价： 14.20

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,567
流通股本(百万股)	1,416
总市值(亿元)	223
流通市值(亿元)	201
成交量(百万股)	66.54
成交额(百万元)	956.51

股价表现



相关报告

《北京城建-营业收入及回款创新高，融资成本大幅降低》2015-08-18

《北京城建-卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极》2015-04-22

《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》2014-03-23

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	42187	45310	51360	55986
现金	6600	6557	8197	10082
应收账款	72	94	118	145
其它应收款	643	843	1053	1296
预付账款	1659	1965	2596	3118
存货	32225	35448	38992	40942
其他	988	403	404	404
非流动资产	8165	4976	4943	4910
长期投资	1397	2054	2054	2054
固定资产	171	156	140	125
无形资产	0	0	0	0
其他	6597	2766	2749	2732
资产总计	50352	50286	56303	60897
流动负债	20222	20379	24085	26459
短期借款	0	2	1987	739
应付账款	6436	6436	6436	6436
其他	13786	13940	15662	19283
非流动负债	13443	11915	12383	12383
长期借款	11478	10255	10723	10723
其他	1965	1660	1660	1660
负债合计	33665	32293	36468	38842
少数股东权益	1021	1166	1349	1565
股本	1567	1567	1567	1567
资本公积	3797	3797	3797	3797
留存收益	7052	11462	13122	15125
归属母公司股东权益	15666	16826	18486	20490
负债和股东权益	50352	50286	56303	60897

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-6106	1246	-543	3570
净利润	1500	1729	2078	2455
折旧摊销	19	24	24	24
财务费用	136	116	212	435
投资损失	-99	-143	-186	-242
营运资金变动	-7660	298	-2693	875
其它	-1	-777	22	23
投资活动现金流	-343	3807	177	232
资本支出	124	0	0	0
长期投资	-512	-3088	0	0
其他	-731	719	177	232
筹资活动现金流	7694	-5096	2006	-1917
短期借款	0	2	1985	-1247
长期借款	2930	-1223	468	0
普通股增加	678	0	0	0
资本公积增加	2503	0	0	0
其他	1584	-3875	-447	-670
现金净增加额	1246	-43	1639	1885

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10011	13114	16393	20164
营业成本	6541	8555	10744	13229
营业税金及附加	790	1311	1639	2016
营业费用	284	393	492	585
管理费用	485	590	721	867
财务费用	136	116	212	435
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	57	0	0	0
投资净收益	99	143	186	242
营业利润	1903	2292	2770	3273
营业外收入	23	16	0	0
营业外支出	5	4	0	0
利润总额	1921	2305	2770	3273
所得税	422	576	693	818
净利润	1500	1729	2078	2455
少数股东损益	127	145	183	216
归属母公司净利润	1373	1583	1895	2239
EBITDA	2058	2432	3007	3732
EPS (元)	0.88	1.01	1.21	1.43

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-3.2%	31.0%	25.0%	23.0%
营业利润	-0.9%	20.4%	20.9%	18.1%
归属于母公司净利润	3.9%	15.3%	19.7%	18.1%
获利能力				
毛利率	34.7%	34.8%	34.5%	34.4%
净利率	13.7%	12.1%	11.6%	11.1%
ROE	8.8%	9.4%	10.3%	10.9%
ROIC	8.4%	9.7%	10.5%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	66.9%	64.2%	64.8%	63.8%
净负债比率	45.71	31.76	34.85	29.51
流动比率	2.09	2.22	2.13	2.12
速动比率	0.49	0.48	0.51	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.31	0.34
应收账款周转率	109	121	118	117
应付账款周转率	1.09	1.33	1.67	2.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.01	1.21	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.90	0.80	-0.35	2.28
每股净资产(最新摊薄)	10.00	10.74	11.80	13.08
估值比率				
P/E	16.21	14.05	11.74	9.94
P/B	1.42	1.32	1.20	1.09
EV/EBITDA	12	10	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-18	《北京城建-营业收入及回款创新高，融资成本大幅降低》
2015-05-18	《北京城建-参与国信配股，放弃航科收购，继续寻找新增长点》
2015-04-22	《北京城建-卡位首都圈资源，跨界投资育新增长极》
2014-03-23	《北京城建-增发有望尽快获批，盈利保持高增长》
2013-12-04	《北京城建-积极扩张高增长可期，增发符政策方向有望率先获批》
2013-08-09	《北京城建-经营稳健增长，再融资有利于增强竞争力》
2013-04-28	《北京城建 600266-销售靓丽财务安全，价值明显低估》
2013-03-31	《北京城建-“现金牛”拓展无忧，业绩增长可期》
2012-12-25	《销售增长领跑行业》
2012-10-27	《北京城建-资源丰富，经营安全，业绩增长可期》
2012-08-20	《北京城建-销售超预期，业绩保增长》
2012-07-23	《北京城建-可售丰富，销售高增长可期》
2012-07-09	《北京城建-销售超预期，国信上市积极推进中》
2012-06-10	《北京城建-资源为疆，现金为王，地产护航 X 点亮》
2011-04-28	《北京城建-收入大幅增加，业绩高增长可期》
2011-04-01	《北京城建-房地产增长有保障，亮点纷呈，更多惊喜随后》
2011-03-21	《北京城建-亮点纷呈，诸多主题投资尚待挖掘》
2011-01-28	《北京城建-低成本扩张，做大做强动力足》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券房地产行业首席分析师,工商管理硕士,19 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海建设、金融街、北京城建、首开股份、世茂股份、世联地产、中航地产、荣盛发展、中南建设、中国国贸、信达地产、广宇发展、中华企业、苏宁环球、华业地产、滨江集团、阳光城、金科股份、亿城股份、华发股份、冠城大通等。

郑彬彬,中投证券房地产行业分析师,毕业于北京大学软件与微电子学院,软件工程硕士。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434